

Entramos no décimo ano de existência da Vista Capital entusiasmados com as oportunidades de investimento e com a consolidação da nossa empresa no desafiador e competitivo segmento de gestão de recursos. Nada disso seria possível sem a confiança e a parceria dos nossos clientes e amigos.

Gostaríamos de expressar a nossa gratidão por fazermos parte da gestão de patrimônio das suas famílias e desejamos os mais sinceros votos de saúde, paz e prosperidade no ano que se inicia.

Refletir sobre acertos e erros faz parte da nossa cultura, sobretudo após um ano complexo nos mercados globais. A nossa estratégia de investimento, que consiste basicamente em combinar posições de prazo mais longo com proteções percebidas como assimétricas, tem se provado robusta ao longo da nossa existência. O ano de 2023, em particular, foi bastante importante por ter coincido com o encerramento da nossa tese de investimento em petróleo. Traduzida em diferentes ativos e instrumentos ao longo dos últimos 5 anos, o resultado da posição nesse período só não foi positivo em 2023.

Ao longo das próximas seções, discorreremos brevemente sobre o resultado dos fundos e algumas das teses centrais que norteiam a construção do portfólio atual.

* * *

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 4,25% e 2,52% no mês e de 6,75% e 12,32% no ano, respectivamente.

Em dezembro, os ganhos dos fundos foram bastante diversificados por classes de ativos, embora as principais contribuições tenham vindo de posições aplicadas em juros em países desenvolvidos e da posição comprada em renda variável doméstica. Também tivemos resultados positivos com a posição comprada em urânio, a aplicada em juros nominais locais e com estratégias *long short* de moedas, com destaque para a posição comprada em iene e vendida no euro. As perdas foram concentradas em renda variável internacional, especialmente em Europa.

O resultado do ano fechado de 2023, apenas o segundo da história do fundo Vista Multiestratégia onde fechamos abaixo do *benchmark*, traduz dois momentos bastante distintos. O primeiro quadrimestre foi associado ao encerramento da tese de petróleo, com perdas importantes nesse período, e ao enquadramento dos fundos nas nossas rigorosas métricas de risco. Desde maio, observamos uma recuperação importante (especialmente considerando a utilização reduzida de risco em relação à média dos últimos anos) e bem distribuída pelas diferentes classes de ativos. Destacam-se como principais vetores desse desempenho positivo as posições em renda fixa, apesar da notável volatilidade enfrentada por essa classe ao longo do

ano, juntamente com as alocações em renda variável doméstica e urânio, que compensou uma parte substancial das perdas registradas na tese de petróleo.

* * *

Em 2023, a avaliação *post-mortem* mais emblemática foi naturalmente a da posição de petróleo, nossa tese central por muitos anos. Portanto, retroceder no tempo e questionar alternativas possíveis no processo de investimento é, na nossa avaliação, de suma importância.

Com o benefício de quase 12 meses desde o fim da tese, avaliamos hoje que a decisão de encerrar a posição, por fundamento e não por preço, parece acertada. Ainda que o preço do barril do petróleo esteja basicamente estável desde então, os sucessivos cortes de produção da OPEC e um ambiente geopolítico conturbado no Oriente Médio nos mostram um mercado bastante distante de um desequilíbrio estrutural entre oferta e demanda.

Mais ainda, retomando o tema da última carta, a provável disrupção da demanda de combustíveis fósseis pela eletrificação crescente da frota de automóveis e a surpresa altista na oferta de países produtores fora da OPEC trazem ventos de longo prazo complexos para o ativo. Sob a perspectiva de que a OPEC tem hoje uma das capacidades ociosas mais amplas da história, o petróleo deveria ser, no

mínimo, um vetor não-inflacionário para a economia global.

Ainda no segmento de *commodities*, o ano de 2023 foi especialmente relevante para a tese de urânio. Conforme dito em cartas anteriores, observamos nos últimos trimestres o desenrolar dos fundamentos da tese que vislumbrávamos ainda em 2021, quando começamos o nosso investimento.

Do lado da demanda, o mundo reconhece cada vez mais a importância da geração nuclear na matriz global de energia, culminando no acordo feito na COP-28 em dezembro, em que 22 países pedem a triplicação de energia nuclear até 2050 para cumprir as metas de descarbonização.

Tal mudança pode parecer pouco relevante, mas é importante lembrar que as sociedades muitas vezes se movem ao redor de narrativas e não necessariamente de fatos bem estabelecidos. A superioridade da geração nuclear sobre algumas outras formas de energia é clara, seja por confiabilidade, preço ou pegada de carbono. A incapacidade dos *policymakers* de executar políticas de energia com essa visão, especialmente na Europa, era reflexo do trauma com o acidente de Fukushima. A COP-28 consolida a virada da narrativa antinuclear e chama atenção que até mesmo o CDU, partido alemão de Angela Merkel que encabeçou a política de fechamento das usinas nucleares alemãs na última

década, mudou de opinião¹. Desta forma, a China, que tem hoje 26 usinas nucleares em construção, deverá ser acompanhada por diversos países ocidentais que estão em busca de uma energia mais limpa.

Do lado da oferta, observamos mais um ano de decepção por parte dos dois maiores produtores globais, que não atingiram suas diretrizes de produção anual. Estima-se que o *gap* entre produção primária e demanda em 2023 tenha sido de 40 milhões de libras, e a perspectiva é que esse valor só aumente ao longo das próximas décadas. Se em 2022 as *utilities* pareceram ter finalmente acordado para a situação que se desenhava no setor, 2023 foi um ano de amplo reconhecimento desse novo cenário. Diante desse contexto, devemos fechar o ano com níveis de contratação por parte das *utilities* próximos à sua demanda anual, conhecido como *replacement rate contracting*, algo que não ocorria desde o período pré-Fukushima.

Todos esses ventos a favor da tese tiveram reflexos significativos nos preços dos ativos do setor em 2023. As nossas duas principais alocações ao longo do ano, a *commodity spot* e a Cameco (segunda maior produtora global), tiveram altas de 88 e 90%, respectivamente. Para 2024, seguimos ainda muito confiantes nas bases fundamentais do caso de

investimento e posicionados de acordo. Optamos por encerrar a nossa posição de Cameco após o resultado do terceiro trimestre, e hoje focamos a maior parte do nosso investimento no urânio *spot*, além de outras duas empresas norte-americanas onde enxergamos um *valuation* muito atrativo para esse momento do ciclo.

* * *

Os trechos abaixo da nossa carta de outubro de 2022, quando os mercados reverberavam o pessimismo com o desfecho da eleição presidencial, foram uma das tentativas de reforçar a nossa visão de que as forças do ciclo global muitas vezes se impõem sobre as mudanças advindas do ciclo político-eleitoral local. Após mais um ano onde a atividade econômica surpreendeu positivamente (em grande parte puxada pelo setor de *commodities*), a inflação teve dinâmica benigna e a balança comercial atingiu USD 100 bilhões, nos parece claro que o fator político foi superestimado pelo consenso de mercado.

“Do lado positivo, não custa lembrar que o Brasil possui uma das energias mais baratas e limpas do planeta. A produção de commodities é robusta, confiável e crescente, em um mundo onde temas como escassez de energia e segurança alimentar são cada vez mais fortes.”

¹ “Conservadores defendem volta da energia nuclear na Alemanha”. *Deutsche Welle*. 11 Dez. 2023

“O mercado de capitais se mostra pujante desde o início da desalavancagem do BNDES, da aprovação da TLP e da evolução das fintechs. Além disso, não menosprezamos o efeito defasado das várias reformas recentes e do boom de concessões, que trabalham na direção de aumentar o crescimento potencial. A reforma tributária, exaustivamente discutida ao longo dos últimos anos, seria um avanço potencialmente relevante na direção de aumentar a nossa produtividade.”

Ao longo do ano, concentramos a nossa alocação de risco Brasil tanto em renda variável quanto em juros locais, com posições aplicadas. Mesmo com a redução relevante do risco dos fundos no final do primeiro trimestre, houve uma geração de resultados positivos em ambas as classes de ativos, principalmente a partir do segundo trimestre de 2023.

Dada a natureza dos fundos e a correlação negativa entre retornos e volatilidade, especialmente proeminente em países emergentes, torna-se imperativo discorrer brevemente sobre as sutilezas do atual cenário político e seus impactos na volatilidade dos ativos. No governo anterior, o Ministro da Fazenda adotava a estratégia de utilizar as "crises de mercado" como meio de persuadir o Congresso Nacional e o presidente a evitarem a

implementação de medidas percebidas como heterodoxas no âmbito fiscal. Termos superlativos como *tsunami*, *meteoro* e *kamikaze* eram recorrentes no seu discurso, com consequências de curto prazo significativas nos preços dos ativos. Na formulação política atual, o *modus operandi* se mostrou diferente. As reuniões são realizadas a portas fechadas, sem maiores vazamentos e com negociações contínuas. De certo modo, a supressão de "volatilidade" parece fazer parte do objetivo político.

Apesar de acreditarmos que as medidas arrecadatórias propostas pelo Ministério da Fazenda sobre *loopholes* históricos do sistema tributário nacional podem ter efeitos de equilíbrio geral maiores que os discutidos, entramos no ano de 2024 avaliando que não há mais um grande desvio entre a nossa visão e o consenso de mercado, hoje mais positivo do que outrora com a economia brasileira.

Como as incertezas fiscais não foram plenamente resolvidas e o governo continua dando sinais bastante ambíguos além das portas do Ministério da Fazenda, avançamos na construção de *hedges* para a exposição comprada em Brasil. Estamos inclinados a buscar proteção no mercado de renda fixa e vender ações de estatais contra a nossa posição comprada em ações domésticas. Ainda que continuemos otimistas com a dinâmica da inflação, avaliamos que existe uma assimetria entre o que está descontado na nossa carteira de ações e a curva de juros.

* * *

“Do ponto de vista cíclico, também acreditamos que alguns vetores de sustentação da atividade da Zona do Euro como um todo vão se dissipar. Em particular, não teremos mais os impulsos econômicos associados à reabertura, a política fiscal deixará de ser expansionista, o backlog de encomendas da indústria será equacionado e o excesso de poupança das famílias será significativamente menor. Tudo isso deve coincidir com os efeitos defasados das condições financeiras mais apertadas, já evidentes também nos surveys de crédito organizados pelo ECB. Sob um prisma mais estrutural, economias como a alemã terão enormes desafios com um quadro demográfico bastante adverso (temporariamente mitigado pela imigração ucraniana) e com dificuldades de competitividade em indústrias tradicionais que têm sido marcadas por booms de inovação, como a indústria automobilística.”

Os trechos acima da nossa carta de maio de 2023 revelam o início da construção de uma tese calcada em vetores tanto cíclicos quanto estruturais. Motivada por crescente investigação analítica e intensa discussão interna, dedicamos grandes

² China's electric vehicle dominance presents a challenge to the West. *Financial Times*. 05 Jan.2024

esforços na busca por veículos eficientes para sua execução. Desde essa primeira exposição, houve uma piora cíclica relevante, especialmente no setor industrial. A Alemanha, país que sintetiza nossa visão de declínio estrutural do modelo de crescimento europeu, e a Zona do Euro podem fechar o ano em recessão técnica. As medianas das projeções da Bloomberg para o crescimento do PIB de 2024, por sua vez, saíram ambas de 1% para, respectivamente, 0,3% e 0,6% nesse ínterim.

"BYD exported nearly 250,000 cars last year and — even without the US or European markets — management have told investors they believe they can increase that by more than tenfold over the coming years."

A projeção² acima de certa forma traduz parte do nosso pessimismo estrutural. Aqui, ele está simbolizado no ataque que a indústria automobilística europeia, extremamente relevante para algumas das principais economias da região³, vai sofrer nos próximos anos. A China praticamente quintuplicou suas exportações de automóveis em relação ao ano de 2020, se encaminhando para fechar 2023 com mais de 5 milhões de veículos exportados⁴. Desse total, 40% advêm de carros elétricos. Pela primeira vez na história a balança

³ Quase um quarto do GVA (gross value added) da economia alemã é gerado pela indústria. O setor automobilístico corresponde a cerca de 20% dessa parcela

⁴China Auto Export in 2023. *Canalys*. 25 Out. 2023

comercial para carros de até 10 passageiros⁵ entre União Europeia e China está deficitária. É uma avalanche que vai engalfinhar os tradicionais setores automobilísticos. Como nos lembra o economista Brad Setser, *“this is the new China shock”*⁶.

A ameaça da mudança de paradigma, como rastilho de pólvora, serviu de estopim para reações políticas na Europa. Medidas protecionistas⁷ buscando limitar a entrada de carros elétricos importados da China já estão sendo discutidas. Esse movimento intrinsecamente contraditório, privilegiando indústrias tradicionais em detrimento de novas tecnologias mais propícias às ambiciosas metas de descarbonização do velho continente, é apenas um de vários exemplos da dificuldade que é superar as questões estruturais que assombram a região.

Em suma, independente da velocidade com a qual se dará o processo de destruição de setores da manufatura europeia, acreditamos que o modelo econômico e geopolítico da região simbolizado pela Alemanha está quebrado. Sem o avanço de reformas estruturantes que aumentem a produtividade, enxergamos um longo e vagaroso declínio da economia, acentuado por um quadro demográfico adverso e por um ambiente político cada vez mais propenso a rupturas com a ascensão de partidos

⁵Automóveis e outros veículos automotores principalmente projetados para o transporte de <10 pessoas, incluindo peruas e carros de corrida e suas desagregações com base no tipo de motor

⁶https://twitter.com/Brad_Setser/status/1743390767286976755

radicais em eleições regionais e nas pesquisas de opinião⁸.

Ao longo de boa parte do ano, expressamos essa nossa visão negativa entendendo que Europa seria o *funding* do portfólio, tanto via venda da moeda como de equities. Nos últimos meses, concentramos mais risco também em posições aplicadas em juros nominais de prazo mais curto, com resultados positivos para os fundos, em contraponto à venda da moeda e das bolsas locais.

* * *

Diante das incertezas no ambiente global e da nossa avaliação que os mercados globais parecem bem precificados para um ambiente de *soft landing*, liderado pela economia americana, os fundos continuam concentrando risco em operações de valor relativo. A venda de Europa, tanto em ações quanto na moeda, continua sendo a principal peça de *funding* para o nosso portfólio, conforme dito anteriormente. Na ponta comprada, além de Brasil, continuamos com uma pequena posição de ações argentinas.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

⁷Europe probes China's electric car subsidies as imports soar. CNN Business. 14 Set. 2023

⁸De acordo com Poll of Polls da Politico, AfD, na Alemanha, saiu de 9% das intenções de votos no começo de 2021 para 22% no final de 2023, ficando atrás apenas do CDU com 32%

Vista Multiestratégia FIC FIM

Ano	Doméstico			Internacional				Caixa	Custos	Rent. Líquida	CDI
	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Commodities				
2015	-0,8%	6,7%	16,4%	0,0%	1,5%	2,9%	0,3%	16,8%	-8,1%	35,7%	12,2%
2016	4,0%	27,8%	-3,0%	1,9%	1,5%	4,0%	0,3%	14,1%	-9,4%	41,3%	14,0%
2017	2,6%	-1,9%	-3,7%	1,4%	6,9%	-1,8%	0,0%	5,2%	-3,1%	5,6%	10,0%
2018	1,3%	37,0%	2,8%	0,3%	4,8%	-2,4%	0,3%	4,3%	-10,0%	38,4%	6,4%
2019	-0,5%	25,9%	0,7%	-2,0%	-6,6%	-3,8%	2,5%	2,4%	-5,7%	12,8%	6,0%
2020	3,3%	9,1%	7,9%	-3,0%	14,2%	2,9%	5,3%	0,9%	-10,4%	30,2%	2,8%
2021	-0,1%	1,7%	-5,1%	2,7%	5,7%	-4,4%	32,7%	2,0%	-7,9%	27,2%	4,4%
2022	-0,4%	0,4%	2,5%	-16,1%	8,9%	4,6%	18,6%	3,1%	-6,2%	15,3%	12,4%
2023	2,7%	2,8%	-0,2%	1,2%	-3,5%	0,9%	-3,6%	8,8%	-2,3%	6,7%	13,0%
jan	0,4%	1,2%	-0,4%	-0,1%	2,8%	0,3%	-2,0%	0,8%	-0,6%	2,5%	1,1%
fev	1,1%	-1,4%	-0,2%	-1,3%	-1,7%	-0,5%	-4,3%	0,7%	0,2%	-7,4%	0,9%
mar	0,0%	-3,4%	-0,1%	0,4%	-0,7%	0,1%	-3,4%	0,8%	-0,2%	-6,4%	1,2%
abr	-0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,7%	-0,2%	-0,7%	0,7%	-0,2%	-1,2%	0,9%
mai	0,7%	0,9%	-0,1%	-0,2%	0,2%	0,0%	-0,8%	1,1%	-0,2%	1,5%	1,1%
jun	0,8%	2,4%	1,1%	-0,9%	1,6%	-0,5%	-0,2%	0,9%	-0,1%	5,0%	1,1%
jul	-0,4%	1,0%	0,3%	0,3%	-0,1%	-0,3%	0,8%	0,8%	-0,2%	2,1%	1,1%
ago	-0,9%	-0,7%	-0,5%	-0,5%	-1,2%	0,5%	0,9%	0,9%	-0,3%	-1,9%	1,1%
set	0,2%	-1,0%	-0,2%	0,0%	-0,3%	1,7%	2,3%	0,7%	-0,3%	3,0%	1,0%
out	-0,7%	-2,0%	0,1%	0,2%	2,5%	0,8%	2,6%	0,5%	-0,2%	3,8%	1,0%
nov	1,6%	4,1%	-0,2%	0,7%	-3,5%	-1,5%	0,5%	0,6%	-0,2%	2,0%	0,9%
dez	0,4%	1,5%	0,2%	2,5%	-2,2%	0,5%	0,8%	0,7%	-0,2%	4,3%	0,9%

Vista Hedge FIC FIM

Ano	Doméstico			Internacional				Caixa	Custos	Rent. Líquida	CDI
	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Commodities				
2018	0,7%	7,6%	0,9%	-0,1%	0,3%	-0,7%	0,1%	3,8%	-2,9%	9,6%	4,1%
2019	0,0%	10,1%	-0,1%	-0,7%	-2,0%	-1,4%	1,0%	4,3%	-2,5%	8,6%	6,0%
2020	1,1%	3,0%	2,6%	-1,0%	4,7%	1,0%	1,8%	2,1%	-4,5%	10,7%	2,8%
2021	0,5%	0,5%	-1,6%	0,8%	2,3%	-1,3%	9,7%	3,3%	-3,2%	11,0%	4,4%
2022	0,1%	0,6%	0,7%	-3,9%	2,4%	1,1%	6,7%	10,0%	-4,0%	13,6%	12,4%
2023	1,4%	2,0%	0,1%	0,8%	-1,6%	0,6%	0,5%	10,6%	-2,1%	12,3%	13,0%
jan	0,1%	0,4%	-0,1%	0,0%	0,9%	0,1%	-0,6%	1,0%	-0,3%	1,6%	1,1%
fev	0,4%	-0,5%	-0,1%	-0,4%	-0,6%	-0,2%	-1,4%	0,9%	-0,1%	-1,9%	0,9%
mar	0,0%	-1,1%	0,0%	0,1%	-0,2%	0,0%	-1,1%	1,1%	-0,2%	-1,5%	1,2%
abr	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,8%	-0,2%	0,0%	0,9%
mai	0,4%	0,4%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,0%	-0,4%	1,2%	-0,2%	1,3%	1,1%
jun	0,4%	1,2%	0,5%	-0,4%	0,8%	-0,2%	-0,1%	1,1%	-0,2%	3,0%	1,1%
jul	-0,2%	0,5%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,4%	0,9%	-0,2%	1,5%	1,1%
ago	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,6%	0,3%	0,4%	1,0%	-0,3%	-0,5%	1,1%
set	0,1%	-0,5%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,9%	1,2%	0,8%	-0,2%	1,9%	1,0%
out	-0,4%	-1,0%	0,1%	0,1%	1,3%	0,4%	1,2%	0,8%	-0,2%	2,3%	1,0%
nov	0,8%	2,1%	-0,1%	0,3%	-1,8%	-0,7%	0,3%	0,8%	-0,2%	1,5%	0,9%
dez	0,2%	0,7%	0,1%	1,3%	-1,1%	0,3%	0,4%	0,8%	-0,2%	2,5%	0,9%

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTA CAPITAL") é uma sociedade autorizada pela CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A VISTA CAPITAL não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo e não constitui aconselhamento ou recomendação de investimentos, notadamente, atividade de análise e consultoria de valores mobiliários, nem uma oferta de valores mobiliários pela VISTA CAPITAL. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os recursos aplicados em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, do custodiante, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade apresentada dos fundos de investimento não é líquida de impostos. Caso o índice comparativo de rentabilidade aqui veiculado não seja o benchmark descrito no regulamento do fundo, considere tal índice meramente como referência econômica. Aos investidores é recomendada, antes do investimento, a análise detalhada dos documentos regulatórios dos fundos de investimento, notadamente a seção de fatores de risco. Este material e as informações aqui veiculadas são de propriedade da VISTA CAPITAL. É vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem a devida autorização expressa prévia.

